

长城汽车 (601633)

再读长城：新能源的为与不为

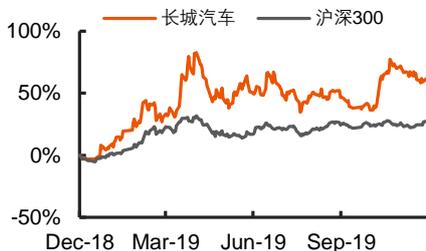
推荐 (维持)

现价：9.14 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.gwm.com.cn
大股东/持股	保定创新长城资产管理有限公司/56.04%
实际控制人	魏建军
总股本(百万股)	9,127
流通 A 股(百万股)	6,028
流通 B/H 股(百万股)	3,100
总市值 (亿元)	712.94
流通 A 股市值(亿元)	550.93
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	46.4

行情走势图



相关研究报告

- 《长城汽车*601633*ASP 持续提高，龙头潜力显著》 2019-10-27
- 《长城汽车*601633*发布股权激励计划、彰显发展信心》 2019-09-08
- 《长城汽车*601633*单车 ASP 环比提高，持续逆势扩张》 2019-08-27

证券分析师

曹群海	投资咨询资格编号 S1060518100001 021-38630860 CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN
王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 021-38638428 WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

研究助理

李鹤	一般从业资格编号 S1060119070028 LIYAO157@PINGAN.COM.CN
----	--

投资要点

公司认可新能源长期趋势，有节奏的先发力具有真正需求的入门级电动车和高端车型，实现正常的投资回报率和技术积累；另一方面公司暂不发力面向 2B 端的 A 级纯电车，待合适时机从高端车进行技术下放。除此之外，公司采用电池自制且供应外部客户的路线，节约整车成本同时增强产品竞争力，形成其独特的成本和技术优势。

- **新能源面向特定场景需求，车企应两端发力。**汽车本质上是一种交通工具，而目前的新能源汽车受制于续航焦虑只能满足特定场景的交通需要，主要为增购消费需求，承载更多场景的车辆目前来看只能是燃油车。其中增购小型电动车满足代步需求，最核心是低成本，购置和使用成本碾压燃油车。而高端电动车更强调精神属性，最核心是品牌，驱动性能超越燃油车。所以我们认为中期看真正具备 2C 端消费需求的电动车是入门级车和高端车，相应的也可带来一定程度的回报率，车企应该在这两端进行发力。
- **海外车企跑步入市，优质产品有望拉动国内新能源市场。**欧洲实施严苛的碳排放法规，促使欧洲车企发力电动化，其中小型车受制于高额排放成本，电动化更是迫在眉睫，多家车企已经停止开发下一代小型车燃油平台，预计海外车企电动小型车将丰富国内市场的供给端，优质产品将不断推出；而 A 级车目前来看主要满足 2B 端，市场较小。2021-2022 年外资品牌将跑步入市，大量车型将不断涌现，期待优质车型可以拉动新能源汽车市场，扩大终端真实消费需求。
- **小型化、高端化、合资三条路径攻克新能源，销量有望进入第一梯队。**公司坚定的走新能源路线，单独创立新能源品牌欧拉，摆脱燃油车体系包袱，预计产品系列将对入门级 SUV+轿车进行全覆盖。WEY 品牌主打高端纯电动车产品，借电动化之机打造品牌，2021 年将推出全新纯电旗舰。与宝马合资成立光束汽车生产电动 MINI，有利于公司学习宝马技术、全球市场运营经验，并且从 2022 年开始贡献投资收益。公司走小型化、高端化、合资路径，扩大电动产业链规模效应，新能源销量有望在 2021-2022 年进入国内第一梯队。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	100,492	97,800	101,319	147,254	178,023
YoY(%)	2.1	-2.7	3.6	45.3	20.9
净利润(百万元)	5,027	5,207	5,054	8,605	11,611
YoY(%)	-52.4	3.6	-2.9	70.2	34.9
毛利率(%)	18.4	16.7	18.5	19.0	19.9
净利率(%)	5.0	5.3	5.0	5.8	6.5
ROE(%)	10.2	10.0	9.2	14.0	16.5
EPS(摊薄/元)	0.55	0.57	0.55	0.94	1.27
P/E(倍)	16.6	16.0	16.5	9.7	7.2
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2

- **核心零部件自制大势所趋，公司先发制人欲形成差异化优势。**在核心零部件方面，公司与其他国内车企不同，电池走采购+自制路线，蜂巢能源从体系拆分独立，走向市场化，产能规划充足，采用最新的叠片工艺，防范固定资产大幅折旧。整车厂涉足电池制造大势所趋，可显著增强规模效应，且形成自己的产品技术优势，预计掌控电池生产技术的 OEM 厂家会在竞争中更容易胜出。
- **盈利预测与投资建议：**公司多品类策略+新品周期正在逐步兑现，新能源汽车有望后来居上，通过多品类新车上市，销量进入国内第一梯队指日可待，看好未来发展。维持业绩预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.55、0.94、1.27 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 乘用车市场不及预期风险，乘用车行业由于行业透支效应仍然存在，行业增速存在不及预期的风险。2) SUV 竞争格局恶化风险，合资品牌 SUV 价格下探，车型密集推出，恐对自主品牌 10-15 万价格区间 SUV 造成压力。3) 达产不及预期风险，公司在电池、整车厂基地投资额度较大，存在一定的达产不及预期风险。4) 新能源行业政策不及预期风险，新能源行业政策是推动行业发展的重要推力，若政策不及预期，则行业销量会受到较大影响。

正文目录

一、新能源需要两端发力—小型车+高端车	6
1.1 行业高质量发展，补贴+双积分倾向优质车型	6
1.2 新能源车颠覆式创新，从成本颠覆和科技创新开始	8
1.3 供给端有望放量，期待优质产品拉动新能源车市场	9
二、三路径发力新能源、小型化+高端化+合资	13
2.1 把握节奏发力精品小车，蓄势待发储备高端车型	13
2.2 强强联合、合资宝马进击新能源	18
三、掌握核心零部件、塑造差异化优势	20
3.1 蜂巢能源独立、走向市场化	20
3.2 蜂巢能源产能规划充足、叠片工艺领先	22
3.3 整车厂涉足电池制造大势所趋，掌握供应链话语权	25
四、盈利预测与投资建议	27
五、风险提示	27

图表目录

图表 1	新能源汽车主要政策时间轴	6
图表 2	纯电乘用车 2019 年补贴政策	6
图表 3	插电混动乘用车补贴上限下降 55%.....	7
图表 4	CAFC 与 NEV 政策归纳	7
图表 5	新政策下新能源单车积分分布	7
图表 6	旧政策下新能源单车积分分布	7
图表 7	新能源汽车和燃油汽车成本预测 单位：万元	8
图表 8	电动车存在问题及对应方案	8
图表 9	新能源汽车分级别市场结构预测	9
图表 10	国内燃油车分级别市场结构	9
图表 11	2019 年 1-10 月国内新能源汽车销量排名 单位：万辆	9
图表 12	2017-2019 年新能源车企产量 TOP5	9
图表 13	2019 上半年全球新能源车企销量排名 单位：万辆.....	10
图表 14	全球主流车企新能源路线规划	11
图表 15	合资车企中国 2019-2021 年电动新车规划	11
图表 16	欧盟新车碳排放每年降低约 3.9%	13
图表 17	欧盟满足碳排放法规需额外增加成本（研发成本+物料成本） 单位：欧元.....	13
图表 18	国内新能源乘用车销量 单位：万辆	14
图表 19	长城汽车新能源车型终端销量 单位：辆.....	14
图表 20	2019 年 1-9 月欧拉新能源市场份额进入前十.....	14
图表 21	2019 年 1-9 月欧拉 R1 表现居前 单位：辆	14
图表 22	欧拉 R1 使用性质以个人消费者为主.....	14
图表 23	TOP 销量 A00 级车型多集中在 7 万价格带、300km 续航里程以内 单位：万元、km 15	
图表 24	欧拉 R1 在空间和百公里耗电上占优.....	15
图表 25	欧拉 R2 配置丰富，改善 A00 级车型供给端.....	16
图表 26	欧拉纯电动产品和新品规划	16
图表 27	WEY 品牌首款纯电动旗舰产品	17
图表 28	长城汽车新能源产能规划	17
图表 29	长城汽车新能源车型销量预测及市场份额 单位：万辆	18
图表 30	MINI 全球销量 单位：万辆	18
图表 31	MINI 分车型全球份额占比.....	19
图表 32	MINI 全球分区域销量分布.....	19
图表 33	MINI 全球工厂分布.....	19
图表 34	光束汽车 MINI 新车计划.....	19
图表 35	MINI 车型售价（美国） 单位：美元.....	20

图表 36	蜂巢能源基本概况	20
图表 37	蜂巢能源 IPO 后股权架构.....	20
图表 38	蜂巢能源重大事件记	21
图表 39	主要车型电池系统能量密度	21
图表 40	蜂巢能源打造多类高能量密度电芯产品	22
图表 41	蜂巢能源全球产能规划	22
图表 42	蜂巢能源国内产能规划 单位:GWh.....	23
图表 43	叠片工艺在产成品技术指标方面更具优势	23
图表 44	叠片工艺：下一代电池的共同选择.....	24
图表 45	三种电池封装形式技术特征比较	24
图表 46	蜂巢高速叠片工艺开发路线	25
图表 47	整车厂与电池企业合资建厂案例	25
图表 48	宁德时代净利率与产能利用率.....	26

一、新能源需要两端发力—小型车+高端车

1.1 行业高质量发展，补贴+双积分倾向优质车型

新能源汽车补贴逐步退坡，向市场需求方向引导。新能源汽车补贴不断退坡，乘用车补贴向高续航里程车型及 A00 级低续航里程引导，A 级车型补贴幅度降幅较大，另外政策依然关注高能量密度和低能耗。我们认为补贴越来越倾向市场化，电动车的真实需求现阶段只有 2 种，第一为高续航高价位高性能电动车，第二是低续航低价位入门级车。

图表1 新能源汽车主要政策时间轴



资料来源:工信部、平安证券研究所

图表2 纯电乘用车 2019 年补贴政策

		2018 年国家补贴	2019 年国家补贴	退坡比例
纯电 续航里程	150-200km	1.5 万元	/	100%
	200-250km	2.4 万元	/	100%
	250-300km	3.4 万元	1.8 万元	47%
	300-400km	4.5 万元	1.8 万元	60%
	400km 以上	5.0 万元	2.5 万元	50%
电池系统能量 密度调整系数	125-140wh/kg	1.0	0.8	↓
	140-160wh/kg	1.1	0.9	↓
	160wh/kg 以上	1.2	1.0	↓
车辆能耗 调整系数	0-5%	0.5	/	↓
	5-10%	1.0	/	↓
	10-20%	1.0	0.8	↓
	20-25%	1.0	1.0	持平
	25-35%	1.1	1.0	↓
	35%以上	1.1	1.1	持平
单位电量补贴限值		1200 元/kwh	550 元/kwh	54%

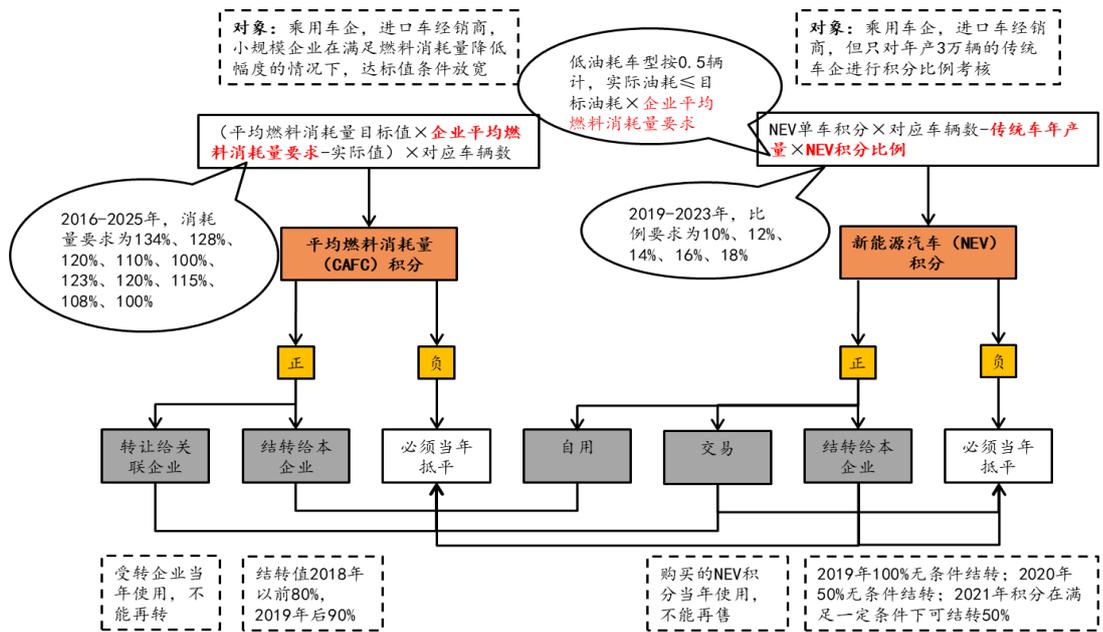
资料来源:工信部、平安证券研究所

图表3 插电混动乘用车补贴上限下降 55%

纯电续航	节油率	18年补贴系数	19年补贴系数	退坡比例
80km 以上		状态满足纯电乘用车门槛要求		
	45%以上	1.0	1.0	持平
50-80km	40-45%	1.0	0.5	↓
	35-40%	0.5	/	↓
补贴总额		2.2 万元	1.0 万元	55%

资料来源：工信部、平安证券研究所

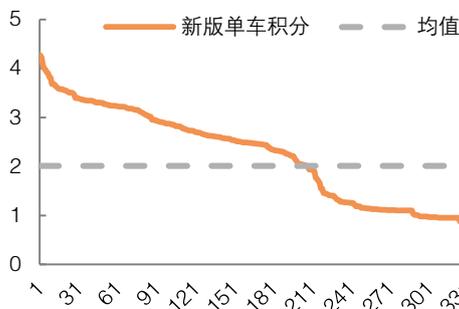
图表4 CAFC 与 NEV 政策归纳



资料来源：节能与新能源网、平安证券研究所

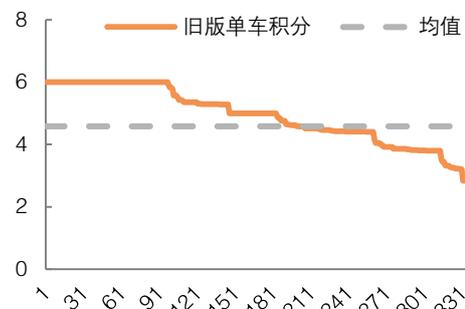
双积分修改利于供给端优秀产品投放：2019年出台新版双积分政策，经过对2019年市场上在售的388款纯电动车型积分测算并从高到低排序，最高单车积分由6分下降到4.25分。在新版双积分政策下，各车型积分分化将更加明显，兼顾高续航和低电耗的车型将会获得更高的积分。

图表5 新政策下新能源单车积分分布



资料来源：工信部、平安证券研究所

图表6 旧政策下新能源单车积分分布



资料来源：工信部、平安证券研究所

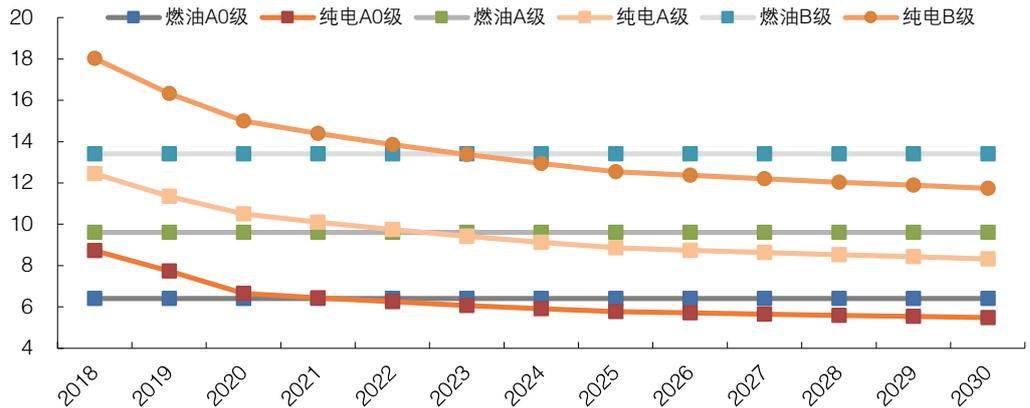
注：横坐标为车型序号

1.2 新能源车颠覆式创新，从成本颠覆和科技创新开始

■ 从 BOM 原材料成本看，中期内小型车具备成本颠覆能力

纯电车初始购买成本（一定规模下制造成本、三费与燃油车趋同，只对 BOM 原材料成本做对比）具备竞争力的时间节点预计在 2021-2023 年来临，预计电池包 2021 年价格将在 700 元/kwh 左右，由于入门级车带电量较少，电池成本相比其他车型更低，所以其平价时代将更快到来。

图表7 新能源汽车和燃油汽车成本预测 单位：万元



资料来源:平安证券研究所

在 A 级车成本平价之前，A00-A0 级车更易于推广，可先行满足真实的代步需求。A00-A0 级车型作为家庭的代步车，对续航不存在硬性要求，不存在里程焦虑，解决了纯电动车续航里程较短的问题，但是代步车对使用成本和购置成本较为敏感，而这正是新能源汽车的强项所在。

所以我们认为在 A 级车达到平价之前，会由 A00-A0 级车满足大量的三四线城市真实需求，其市场份额将维持在一定的高水准。

图表8 电动车存在问题及对应方案

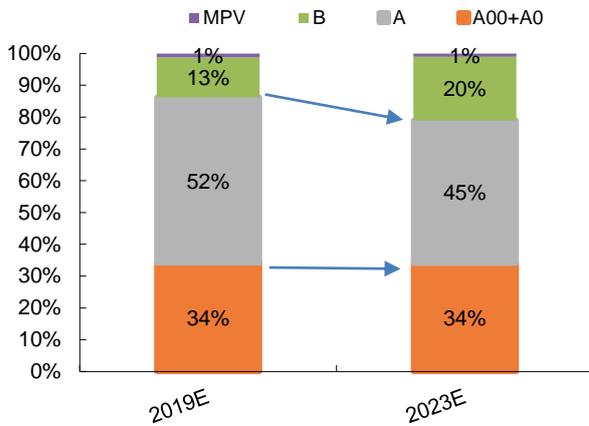
电动车存在问题	解决方案	对应车型	客户
续航里程焦虑	城市代步车	小型车	普通消费者、增购人群
充电时长	出租车、巡游车、网约车	A 级车	出行公司、出租车公司
购置成本高昂	豪华车	豪华车	高收入人群

资料来源:平安证券研究所

■ 高端电动车自带豪华品牌属性，可享受高溢价

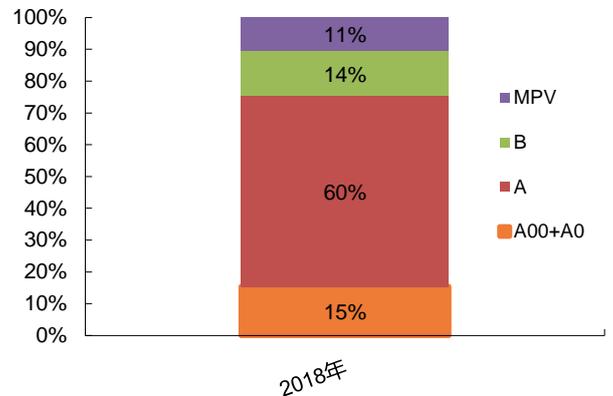
高端豪华车占比将进一步提升。以特斯拉为代表的高端新能源汽车将以更优越的动力性能，更科技化的产品抢占豪华车市场，豪华车的价格敏感性较低，不存在续航里程焦虑，我们认为其会在成本平价之前市场份额得到飞速提高，具备较大市场潜力。

图表9 新能源汽车分级别市场结构预测



资料来源: 乘联会、平安证券研究所

图表10 国内燃油车分级别市场结构



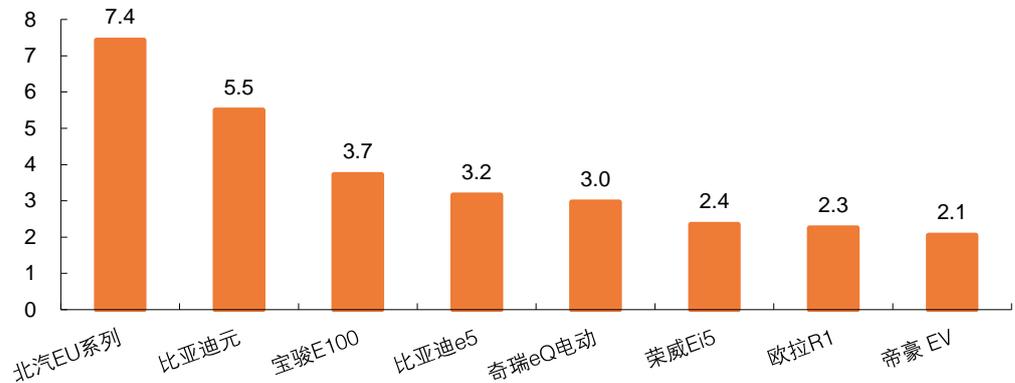
资料来源: 乘联会、平安证券研究所

1.3 供给端有望放量，期待优质产品拉动新能源车市场

➤ 2018年国内市场自主品牌不乏优质产品出现

2018年之前为新能源车政策引导阶段，中国的新能源车市场几乎被自主车企占据，在A00和A级车领域已经量产多款车型，A级车主要集中在限行限购城市和分时租赁领域。

图表11 2019年1-10月国内新能源汽车销量排名 单位：万辆



资料来源: 乘联会、平安证券研究所

图表12 2017-2019年新能源车企业产量TOP5

纯电动	2019上半年份额	纯电动	2018年市场份额	纯电动车企	2017年市场份额
比亚迪	21.4%	北汽新能源	19.9%	北汽集团	21.9%
北汽新能源	11.4%	比亚迪	13.1%	吉利汽车	16.6%
吉利汽车	7.9%	奇瑞汽车	8.7%	众泰汽车	7.9%
江淮汽车	6.9%	江淮汽车	7.0%	比亚迪	7.9%

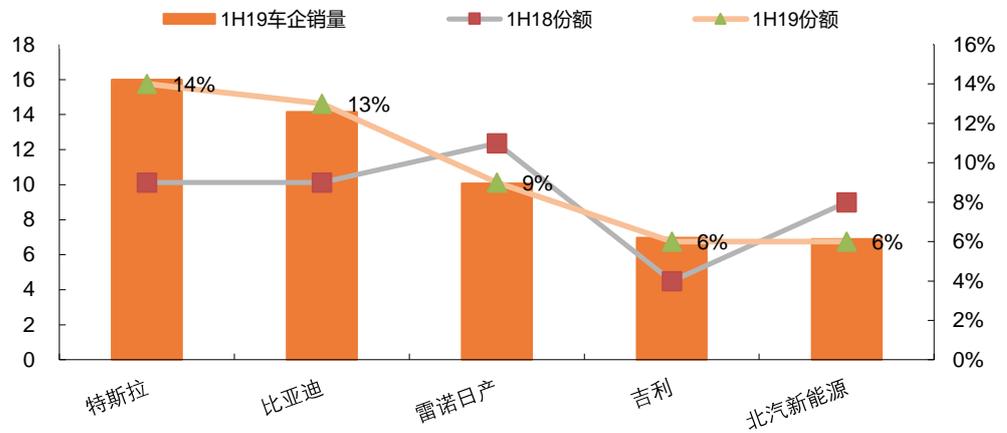
奇瑞汽车	5.9%	江铃汽车	6.3%	长安汽车	6.5%
插电混合	2019 上半年份额	插电混合	2018 年市场份额	插电混合	2017 年市场份额
比亚迪	35.5%	比亚迪	43.0%	比亚迪	55.1%
上汽集团	29.0%	上汽集团	25.7%	上汽集团	36.5%
华晨宝马	9.8%	华晨宝马	9.4%	广汽集团	4.1%
吉利汽车	6.9%	吉利汽车	5.3%	华晨宝马	2.0%

资料来源:工信部、平安证券研究所

➤ 2021-2022 外资全新平台产品将入市

从全球角度来看,特斯拉、宝马、日产在全球新能源汽车市场较为领先,市场份额较高,2021-2022年,大量外资车企全新平台的新能源车型将在国内市场投放,激发新能源市场消费活力。

图表13 2019 上半年全球新能源车企销量排名 单位:万辆



资料来源:乘联会、平安证券研究所

2021-2022 年合资车企新纯电平台大量车型将会推出。自主品牌和外资品牌基于全新平台研发的纯电动车型都将在 2021-2022 年大量推出,新平台车型在性能参数和智能化水平上相比现阶段将有飞跃性提升。

图表14 全球主流车企新能源路线规划

车企	全新平台	地域	项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
大众(集团)	MEB(大众品牌)	全球	数量	15万					100万/20%-25%, 累计200-300万			累计2200万/40%, 累计650万MEB			
			车型	20款, ID.family		累计15款MEB			累计15款PPE			累计70款EV			
		中国	数量	10万						67万			累计1100万以上		
			车型							累计30款					
奥迪	MLB evo/MEB/J1/PPE	全球	数量						80万						
			车型	PPE平台车型推出			累计30款, EV20款								
		中国	数量												
			车型	Q4 e-tron	5款										
特斯拉		全球	数量	100万											
			车型												
		中国	数量	预计10万	预计15万	预计25万	预计35万	预计50万							
			车型	model 3/model Y											
通用	BEV3	全球	数量						累计20款EV						
			车型												
		中国	数量	10万											
			车型							累计30款					
现代-起亚		全球	数量	30万(现代)									50万FCEV		
			车型	累计28款(起亚)											
		中国	数量												
			车型							累计44款					
戴姆勒	EVA/EVA2	全球	数量						15%-25%			乘用车新车销量一半			
			车型	奔驰产品实现电动化			EQ系列累计10款								
		中国	数量												
			车型	累计15款											
宝马	CLAR/FSAR	全球	数量		累计100万					15%-25%					
			车型	iX3	iNEXT/i4			累计25款, EV一半			推出燃料电池车				
		中国	数量												
			车型	iX3											
沃尔沃	CMA/MEP	全球	数量						100万/25%						
			车型	XC40											
		中国	数量												
			车型												
PSA	CMP/EMP2	全球	数量	10万, 欧洲占20%						全面电动化					
			车型	累计11款	累计15款										
		中国	数量												
			车型												
福特	MEB	全球	数量	10%-25%(含HEV)			欧洲累计100万/福特欧洲50%						欧洲累计60万MEB		EV1/3, 混动1/3
			车型	累计13款		累计40款		欧洲累计17款							
		中国	数量							累计15款, 全系提供电动版					
			车型												
本田		全球	数量									混动50%; 零排放15%			
			车型												
		中国	数量												
			车型	推出PHEV											
丰田	e-TNGA	全球	数量						HEV+PHEV450万; BEV+FCEV100万						
			车型	6款EV			所有车型电动版								
		中国	数量												
			车型	C-HR/奕泽EV											
雷诺-日产-三菱	EV dedicated platform	全球	数量	EV20%			100万								
			车型		累计12款EV										
		中国	数量												
			车型												

资料来源: 公司官网、公司财报、平安证券研究所

图表15 合资车企中国 2019-2021 年电动新车规划

厂商	名称	车型	种类	投放时间	续航里程 km
	明锐 EV	紧凑型轿车	纯电	2019 年	
	帕萨特插电	中型轿车	插电	2019 年	
	ID CROZZ II	紧凑型 SUV	纯电	2020 年	350、480
	ID 3	小型轿车	纯电	2020 年	330、420、550
	途岳	紧凑型 SUV	纯电	2020 年	300
上汽大众	ID ROOMZZ	中型 cross	纯电	2021 年	500

SUV					
一汽大众	高尔夫 EV	紧凑型轿车	纯电	2019 年	270
	迈腾插电	中型轿车	插电	2019 年	
	探岳	紧凑型 SUV	纯电	2020 年	300
	Velite 6 插电	紧凑型轿车	插电	2019 年	
上汽通用	Velite 6 纯电	紧凑型轿车	纯电	2019 年	301
	雪佛兰 MENLO	紧凑型 SUV	纯电	2019 年	410
长安福特	escape	紧凑型 SUV	插电	2020 年	
	雷凌插电	紧凑型轿车	插电	2019 年	
广汽丰田	iA5	紧凑型轿车	纯电	2019 年	510
一汽丰田	卡罗拉双擎 E+	紧凑型轿车	插电	2019 年	
一汽奥迪	奥迪 Q2L	小型 SUV	纯电	2019 年	300
东风日产	全新轩逸	紧凑型轿车	纯电	2020 年	400
	菲斯塔	紧凑型轿车	纯电	2019 年 2H	490
北京现代	领动	紧凑型轿车	插电	2019 年	
	昂希诺	小型 SUV	纯电	2019 年 2H	500
	K3	紧凑型轿车	插电	2019 年	
东风悦达起亚	傲跑	紧凑型 SUV	插电	2020 年	
东风雷诺	雷诺 e 诺	小型 SUV	纯电	2019 年	250
	X3	紧凑型 SUV	插电	2020 年	
华晨宝马	iX3	紧凑型 SUV	纯电	2020 年	415
特斯拉	Model Y	紧凑型 SUV	纯电	2020 年	370、450、480
上汽乘用车	全新 Ei6	紧凑型轿车	纯电	2020 年	600
	不详	中型轿车	纯电	2020 年	
	AION LX	紧凑型 SUV	纯电	2019 年	503、650
	AIONS	紧凑型轿车	纯电	2019 年	410、510
广汽乘用车	A18	中型 SUV	纯电	2020 年	
	A20	小型 SUV	纯电	2020 年	
吉利汽车	几何 A	紧凑型轿车	纯电	2019 年	410、500
比亚迪	HC	中型轿车	纯电	2020 年	600

资料来源:汽车之家、markline、平安证券研究所

➤ 小型车供给端将迭代，摆脱低速电动车带来的低劣形象

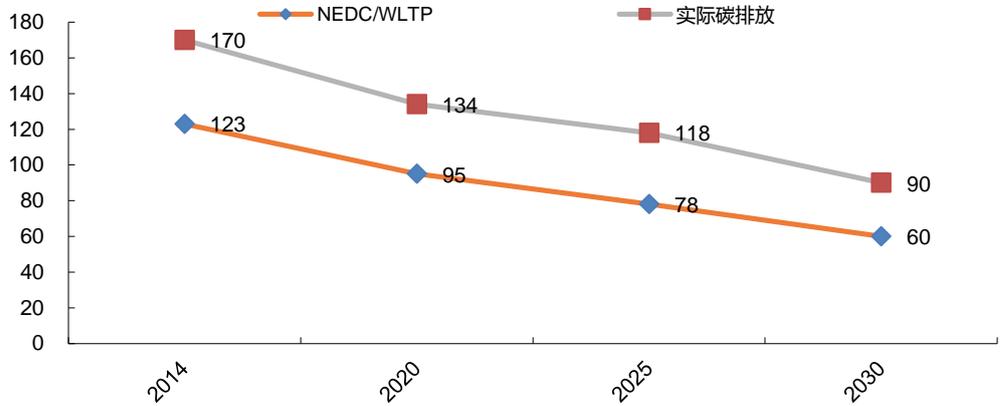
从全球角度来看，欧洲新碳排放法规异常严格，欧洲汽车行业必须将其 NEDC 碳排放水平从 2014 年的 123 克每公里降低至 2020 年的 95 克每公里，从 2021 到 2025 年碳排放平均水平将降低 15%，到 2030 年将降低 37.5%，碳排放水平降低至 60 克每公里。

低价燃油小型汽车溢价能力低，排放法规带来的成本提升将影响其市场接受度。碳排放水平的降低需要每款车型增加大量的节油和减排装置比如 48V 系统、一键启停系统、尾气处理装置，从而大幅度提高车辆的研发成本和物料成本，预计若要满足 2025 年的排放法规，单车额外增加成本约在 1000 到 2150 欧元左右，小型汽车与大型汽车增加的成本总量基本相同，小型车较为单薄的利润无法覆盖其成本增加，消费者亦无法接受低价小型汽车的成本溢价。

欧洲车企放弃下一代小型车燃油平台计划，走向纯电动。欧盟车企计划采用完全电气化的方式来解决小型车成本增加的问题，率先在这个领域放弃下一代燃油车型的研发，比如大众将放弃升级小型车 seat mii 燃油机版本，奔驰 smart 将转移至中国生产，欧宝将放弃小型车卡尔和亚当，未来预计

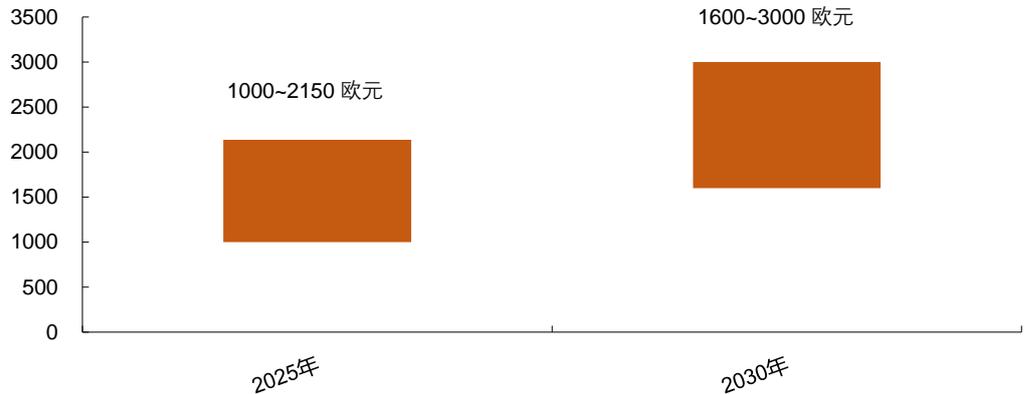
将采用纯电动技术路线，我们预计全球车企未来在国内市场将推出相应的纯电小型车产品，改善国内目前的产品形象。

图表16 欧盟新车碳排放每年降低约 3.9%



资料来源:ICCT、平安证券研究所

图表17 欧盟满足碳排放法规需额外增加成本（研发成本+物料成本） 单位：欧元



资料来源:ICCT、平安证券研究所

二、三路径发力新能源、小型化+高端化+合资

2.1 把握节奏发力精品小车，蓄势待发储备高端车型

■ 欧拉下游客户以个人消费者为主

公司 2018 年成立欧拉品牌,发力新能源汽车市场,2019 年预计建成 120 家专营店(2018 年 47 家), 店中店 183 家 (2018 年 86 家), 触点店 384 家 (2018 年 0 家), 预计 2020 年 1 季度推出另一款 A00 级车型欧拉 R2, 每年计划推出三款新产品。

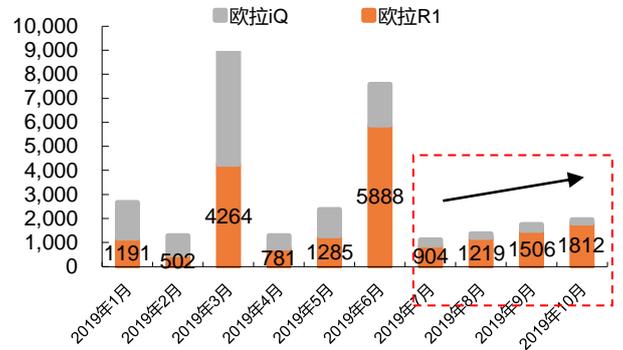
欧拉品牌在 2019 年 7-10 月过渡期之后, 销量仍然实现环比增长, 而新能源汽车行业的销量环比基本保持稳定, 消费者对欧拉产品的认可度越来越高。

图表18 国内新能源乘用车销量 单位：万辆



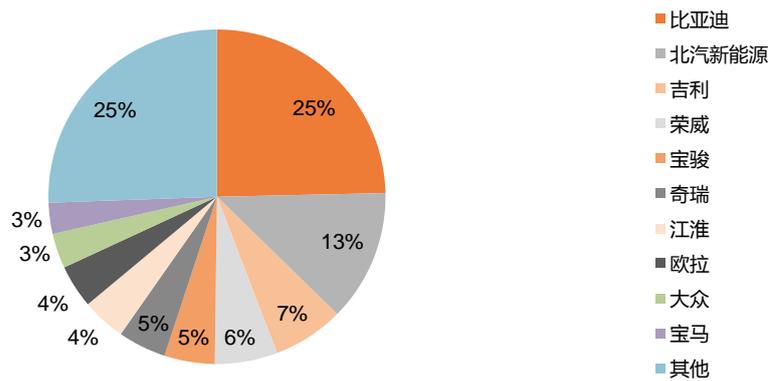
资料来源：乘联会、平安证券研究所

图表19 长城汽车新能源车型终端销量 单位：辆



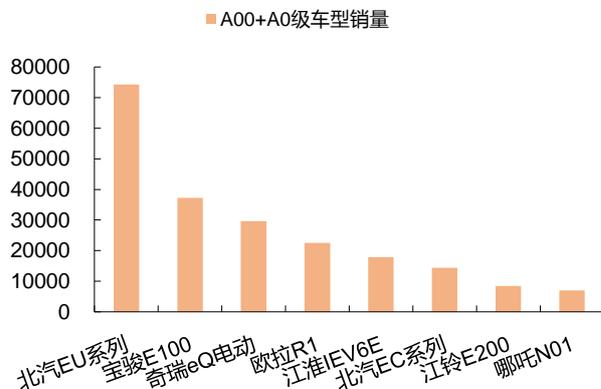
资料来源：交强险、平安证券研究所

图表20 2019年1-9月欧拉新能源市场份额进入前十



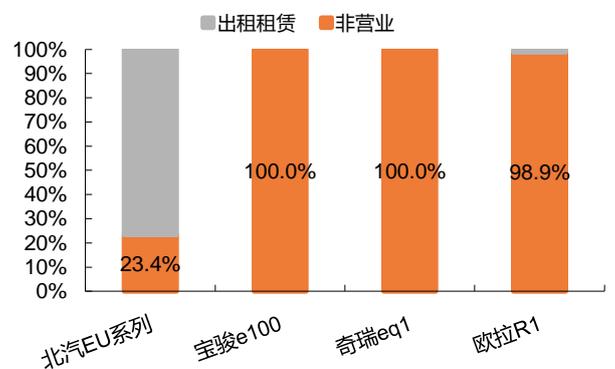
资料来源：交强险、平安证券研究所

图表21 2019年1-9月欧拉 R1 表现居前 单位：辆



资料来源：交强险、平安证券研究所

图表22 欧拉 R1 使用性质以个人消费者为主



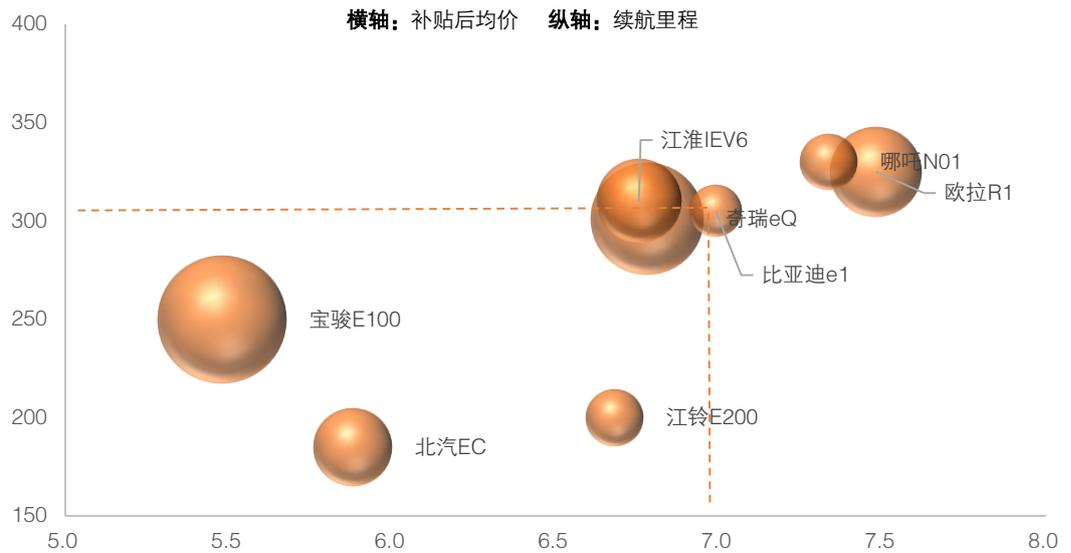
资料来源：交强险、平安证券研究所

■ 产品品类扩张、销量仍有很大空间

欧拉 R1 相比其他竞品，其最大的优势在于其长轴距+大空间+更高续航里程，另外核心指标百公里耗电量相比其他车型也更低，源于欧拉 R1 采用全新的纯电 ME 平台，而非油改电，包含电驱模块、电池、电源管理等，纯电动平台有利于产品的更快迭代和缩短研发周期。

2019 年 11 月欧拉上市 301km 更低续航里程的 6.98 万的产品，价格区间下沉到 A00 级车型主流价格区间，有望抢占更多的市场份额，我们认为销量有翻倍空间。

图表23 TOP 销量 A00 级车型多集中在 7 万价格带、300km 续航里程以内 单位：万元、km



资料来源：汽车之家、平安证券研究所

图表24 欧拉 R1 在空间和百公里耗电上占优

车型	欧拉 R1	奇瑞 eQ1	比亚迪 e1	长安奔奔 EV
上市时间	201908	201906	201904	201906
价格/万元	6.98-7.98 万	5.98-7.58 万	5.99-7.99 万	6.38-7.58 万
长宽高/mm	3495*1660*1560	3200*1670*1590	3465*1618*1500	3730*1650*1530
轴距/mm	2475	2150	2340	2410
续航里程/km	351	301	305	301
带电量/度	33	35	32.2	-
百公里耗电量/度	9.4	11.6	10.6	-

资料来源：汽车之家、平安证券研究所

另一款 A00 级车型欧拉 R2 将在 2020 年上半年上市，其具备更加丰富的配置，比如 23 寸的一体化显示屏，电子驻车系统，360 度全景影像等。R2 主要面向 90 后人群，造型设计更具冲击力，人群定位更偏向男性化。

欧拉 R2 为 A00 级车型的产品系列扩张，相较于欧拉 R1 及市场上其他 A00 级车型，其长度略微加长 13cm，轴距也略有加长，满足此车型系列人群对更大空间的诉求。

图表25 欧拉 R2 配置丰富，改善 A00 级车型供给端

23 英寸一体化显示屏	安卓 9.0 系统	TPMS 胎压监测	新智能家居 APP
科大讯飞语音控制系统	200 万像素记录仪	15W 无线充电	AEB 自动刹车辅助
ESP 9.3 车身电子稳定系统	EPB 电子驻车	FWC 前方碰撞预警	360 全景影像

资料来源: 汽车之家、平安证券研究所

预计未来三年欧拉产品将以具备真实需求的 A00+A0 级车型为主，而 A 级车数量较少，将作为 2B 端车型的补充。

■ 三平台齐发、发力入门级和高端车型

在技术平台方面，公司将打造 3 个纯电动专属平台，结合全新平台开发推出 10 余款新能源车型，包含 EV、PHEV 及 FCV，车型级别涵盖小型到大型，品类涵盖 SUV、轿车。未来三年纯电车型的推出将以入门级车型和高端车型为主。

图表26 欧拉纯电动产品和新品规划

车型名称	上市时间	车型级别	补贴后售价	具体车型
欧拉 R1	2018 年 12 月	A00 级	7.18-7.98 万	年度改款
欧拉 R2	2020 年 1Q	A00 级	预计 8-9 万	全新车型
欧拉 iq	2018 年 8 月	A 级跨界车	11.48-12.48 万	年度改款
ES11	2020 年 2Q	-	-	-

资料来源: 汽车之家、平安证券研究所

高端纯电动车型借助 WEY 品牌顺势推出

2019 年法兰克福车展上，公司推出 WEY-S 纯电动产品，基于 VV5 造型设计，百公里加速为 4.9s，最大续航在 400km，新车车身长宽高分别为 4465/1850/1655mm，轴距达到 2700mm。

预计此款旗舰产品将于 2021 上半年上市，WEY 品牌还将推出一系列纯电动高端产品，形成纯电动产品矩阵，营造品牌形象。

图表27 WEY 品牌首款纯电动旗舰产品



WEY-S 外观



WEY-S 内饰

资料来源: 汽车之家、平安证券研究所

公司产能规划充足。到 2020 年公司将在全国建立年产 16 万台的新能源基地，生产 P8、欧拉 iq、欧拉 R1、欧拉 R2，其中长城汽车平湖项目计划总投资约 110 亿，计划于 2021 年投产运营，重点建设冲压、焊装、涂装、总装、电池包等工艺工厂，形成 5 万辆新能源乘用车产能。

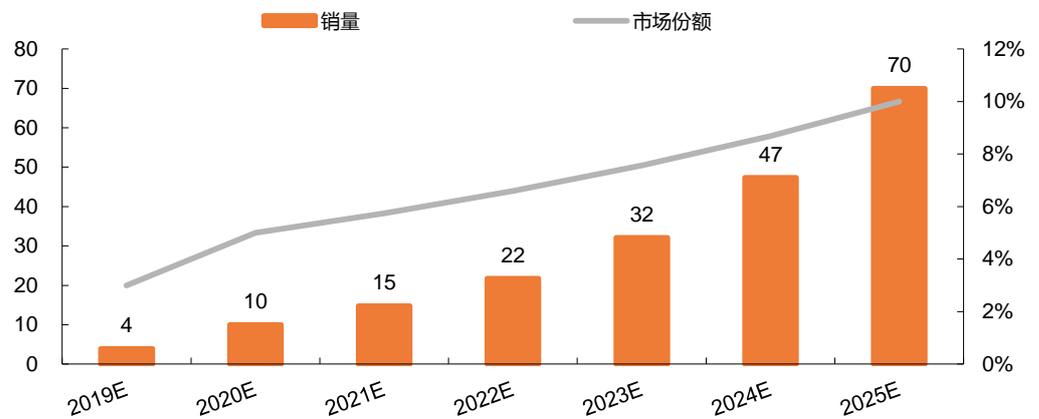
2020 年公司计划新能源汽车年销 10 万辆，到 2025 年，新能源汽车年销 70 万辆，塑造新能源汽车市场领先地位。

图表28 长城汽车新能源产能规划

基地	产能	车型
光束汽车张家港基地	16 万台/年	MINI 电动版、光束纯电动车
浙江平湖工厂	5 万台/年	新能源乘用车
保定基地	共线生产	欧拉 iq、欧拉 r1、欧拉 r2
徐水基地	共线生产	WEY P8
重庆永川基地	5 万台/年	新能源乘用车

资料来源: 平安证券研究所

图表29 长城汽车新能源车型销量预测及市场份额 单位：万辆



资料来源: 平安证券研究所

2.2 强强联合、合资宝马进击新能源

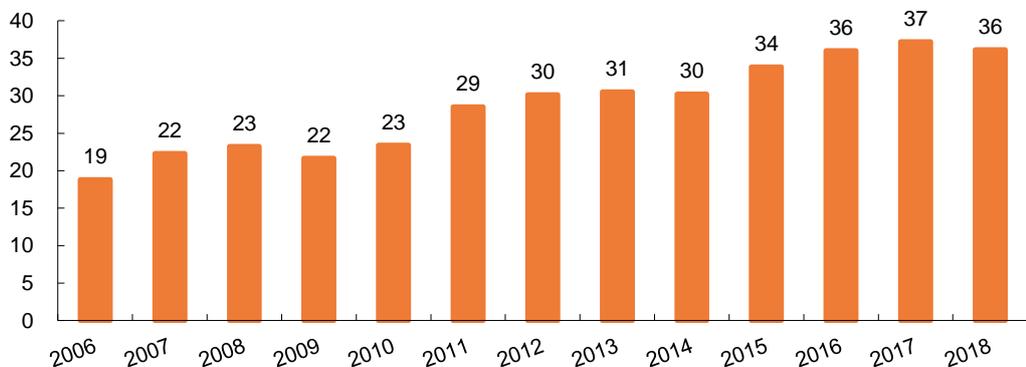
长城宝马合资车企 (50% : 50%) 项目已经获得江苏省发改委批复, 未来将实现宝马 MINI 品牌的国产化, 定位燃油车出口+电动车研发制造。

宝马 MINI 品牌在中美两大市场潜力有待挖掘。 宝马 MINI 品牌在 2018 年实现全球销量 36.2 万辆, 其中 MINI Hatch 以 50% 的销量占比占绝对优势, 欧洲为 MINI 产品的绝对销量主力, MINI 品牌在英国本土销量为 67021 辆, 占 MINI 总销量的 18%, 除英国外的其它欧洲国家销量占比 42%。美国销量为 43684 辆, 占比 12%, 而中国仅占 MINI 销量的 5%, 为 18151 辆。

MINI 将逐步把燃油车产能转移至中国, 实现品牌效应最大化, 走向纯电动技术路线。 由于严厉的欧洲碳排放法规, 小型车在欧洲将无利可图, 宝马将逐步转移欧洲燃油车产能至中国, 拓展东亚市场, 实现品牌效应最大化。

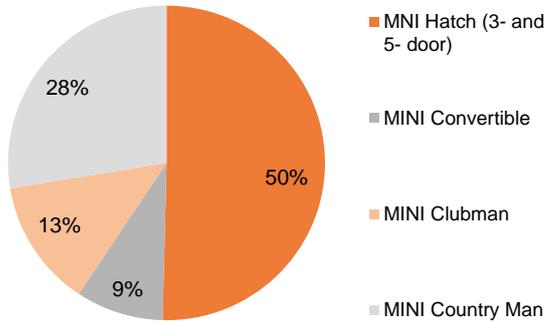
另外 MINI 将逐步走向纯电动技术路线, 在国内新建成本较低的纯电动车产能辐射东亚地区, 也抢占国内这个巨大的电动车市场。

图表30 MINI 全球销量 单位：万辆



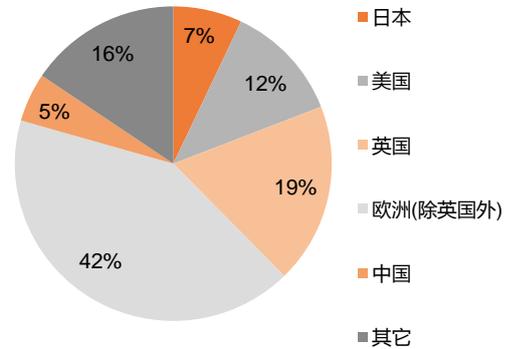
资料来源: 公司官网、平安证券研究所

图表31 MINI 分车型全球份额占比



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表32 MINI 全球分区域销量分布



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表33 MINI 全球工厂分布

工厂	地区	辐射区域	生产车型
金奈工厂	印度	南亚、中东	MINI Countryman
海姆斯霍尔工厂	英国	西欧	MINI
牛津工厂	英国	西欧、北美	MINI Hatch MINI Clubman
斯太尔工厂	奥地利	西欧	发动机等核心零部件
雅加达工厂	印尼	东南亚、东亚	MINI Countryman
居林工厂	马来西亚	东南亚、澳洲	MINI Countryman
泊尔工厂	荷兰	西欧	MINI Hatch MINI Convertible MINI Countryman

资料来源:公司官网、平安证券研究所

■ 光束汽车将带动公司完善技术标准，贡献利润收益

光束汽车项目总投资约 51 亿元人民币，建设规模为年产 16 万辆燃油乘用车全出口制造及纯电动乘用车研制，建设周期为 24 个月，预计 2022 年投产。

图表34 光束汽车 MINI 新车计划

车型	级别	对标车型	上市时间	综合续航
MINI 电动三门车	小型轿车	奥迪 A1	2022 年	400km
MINI Countryman	紧凑型跨界 SUV	奥迪 Q2	不详	燃油车型

资料来源:平安证券研究所

2018 年 MINI 在韩国实现销售 8379 量，日本 25427 辆，中日韩三国销量为 51957 辆，占据 MINI 销量的 14.37%，预计长城 MINI 工厂将至少覆盖 15% 的 MINI 销量。按照 MINI 的历史销量预测，至 2023 年光束汽车结束爬坡期完全量产，预测 MINI 全球销量为 42 万辆，光束汽车将覆盖 6.3 万 ~ 16 万辆的销量。

根据 2018 年车型销量和销售价格折算，MINI 平均单车售价约为 32723 美元，保守看按照全球车企平均净利率 5% 来计算，则 2023 年光束汽车工厂贡献净利润约为 1~2.6 亿美元，按照 50% 股比计算，则贡献给长城汽车的投资收益约为 0.5~1.3 亿美元。

图表35 MINI 车型售价（美国） 单位：美元

车型	售价
MINI Hatch	25922~33800
MINI Convertible	46990~58990
MINI Clubman	24900~35900
MINI Countryman	26900~37900

资料来源:公司官网、平安证券研究所

除此之外长城宝马的合资项目将带动公司完善其乘用车技术标准和制造流程，学习宝马汽车的全球化运营经验和其造车技术，使得双方在电动车方面的合作有了进一步可能。

三、掌握核心零部件、塑造差异化优势

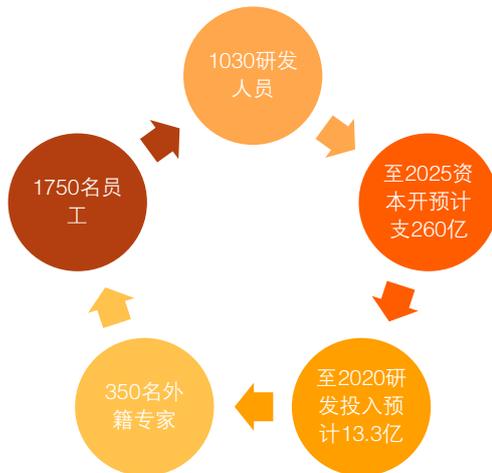
3.1 蜂巢能源独立、走向市场化

2012 年公司成立动力电池专项事业部，2016 年分离为子公司，投入约 10 亿元建设无锡研发中心，研发方向包含固态电池、储能、软包等，蜂巢在全球 6 个国家，设有 7 个研发中心和 5 个制造基地，高管团队主要来自三星 SDI、奥托立夫、法雷奥等 tier1 企业。

除此之外公司也布局上游产业链，2017 年入股澳洲皮尔巴拉锂矿，2018 年蜂巢参股主营氢氧化锂业务的广西天源，在正极材料环节已经建立了中试产线和实验室。

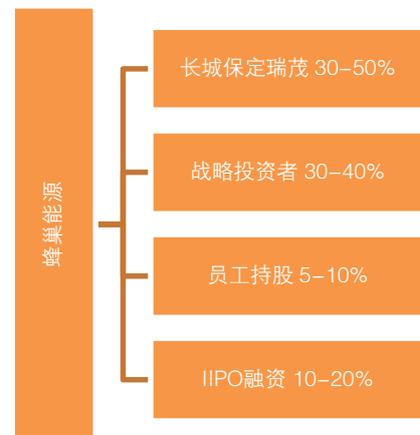
2018 年 10 月蜂巢能源从长城汽车股份有限公司剥离，全面融入市场竞争，形成独立融资能力，后续将导入战略投资者及进行员工持股，计划 2022 年科创板 IPO，分摊风险的同时也成为一家相对较为独立的供应商。

图表36 蜂巢能源基本概况



资料来源:公司资料、平安证券研究所

图表37 蜂巢能源 IPO 后股权架构



资料来源:公司资料、平安证券研究所

图表38 蜂巢能源重大事件记



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

公司核心特点包括动力电池高速叠片工艺、基于高镍体系进一步升级的无钴材料和四元材料电芯、Cell-to-Pack、iBMS 以及 AI 工厂。优势在于对于整车的理解更加深刻,可以站在车用动力电池生产工艺和新能源汽车整车性能需求的双重角度来做产品的设计开发与制造。

目前公司产品包括 811 和 622 体系,产品能量密度较高。对于城际出行场景下的 A 级家用车,蜂巢能源采用了与运营版相同尺寸的 92Ah 811 三元材料体系电芯,可使主流 A 级车型将续驶里程从 400km 提升至 500km,大大降低用户“里程焦虑”,消除高速路行驶隐患,进一步接近传统燃油车使用场景。在高端豪华车型上,蜂巢能源开发了正极 811 体系、负极硅/碳体系的电芯产品,单体能量密度可以达到 265wh/kg,搭配柔性化大模组,可适配 B 级以上高端豪华性能车型,续驶里程可达到 500-600km。

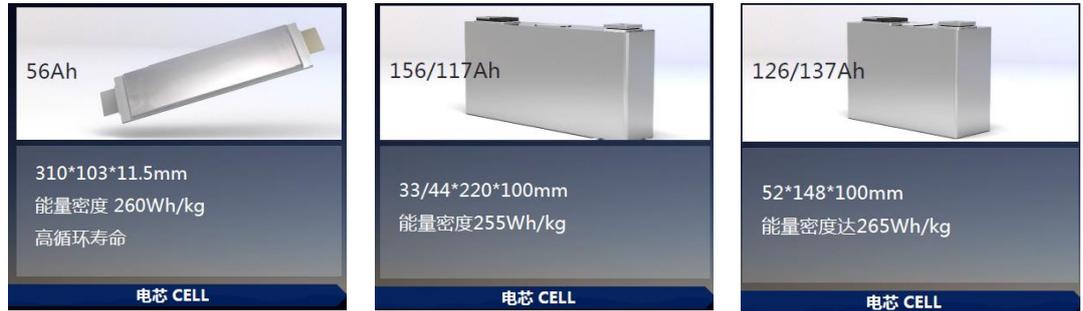
我们认为,长城汽车动力电池依托采购体量优势,可以通过快速压缩供应商利润空间实现成本控制,至 2019 年底-2020 年初量产,捷威软包模组能量密度可到 220wh/kg,蜂巢 811 方壳电池模组能量密度可达 230wh/kg。

图表39 主要车型电池系统能量密度

整车厂	产品类型	产品型号	车型名称	动力电池系统能量密度	电池企业
广汽集团	纯电动轿车	AIONS	GAM7000BEVA0E	170wh/kg	宁德时代
江西江铃	纯电动轿车	E180	JX7002ESABEV	165wh/kg	远东福斯特
宁德时代	纯电动轿车	R1	CC7000ZM00CBEV	162wh/kg	宁德时代
重庆长安	纯电动乘用车	A600	SC6458FAABEV	161wh/kg	苏州星瑞合
比亚迪	纯电动轿车	秦 ev	BYD7005BEVA	161wh/kg	比亚迪
比亚迪	纯电动乘用车	宋 ev	BYD6461SBEV	160wh/kg	比亚迪
上汽集团	纯电动轿车	Ei5	CSA7002FBEV6	160wh/kg	上海捷新

资料来源: 工信部, 平安证券研究所

图表40 蜂巢能源打造多类高能量密度电芯产品



市内代步车型

纯电动平台

高端豪华车

资料来源: 公司官网、平安证券研究所

另外，由于公司与宝马的良好合作关系和欧洲新能源补贴标准提高。公司将率先发力欧洲市场，已经开始与包括宝马、PSA 等在内的国际车企洽谈对接，按照规划，到 2025 年，蜂巢外供比例将达到 70%，成为市场化的独立供应商。

目前正在做公司产品测评的车企包括国内的吉利、奇瑞、广汽、一汽、东风、蔚来、北汽等，欧洲 PSA 已经通过了蜂巢电池的测评，奥迪、戴姆勒也正在测评，期待其未来获取订单。

3.2 蜂巢能源产能规划充足、叠片工艺领先

至 2025 年蜂巢国内产能总规划为 60GWh，全球产能规划约 91GWh，目前常州基地投资 100 亿元，分三期建设完成，一期产能 4GWh，已经于 2019 年 11 月底投产，二期产能 8GWh，预计 2021 年 1 月投产，三期产能 6GWh，预计 2023 年投产。

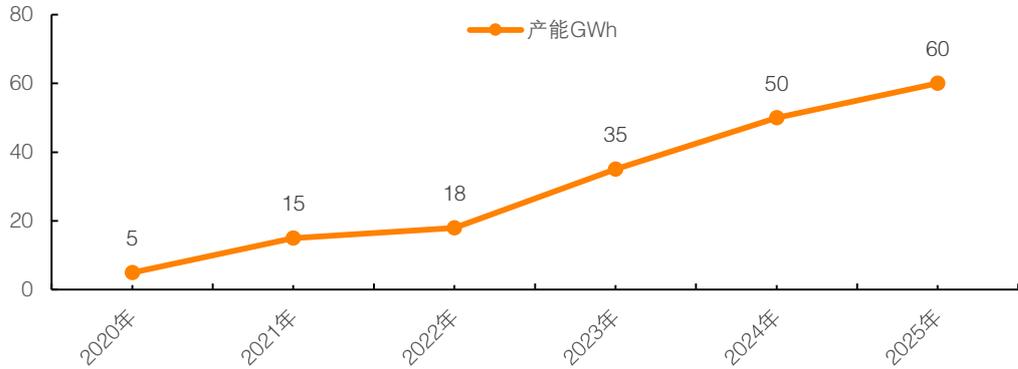
公司还与捷威动力成立合资公司江苏威蜂，计划在江苏盐城投资 3GWh 动力电池项目，项目拟投资 15 亿元，建设 4 条三元软包动力电池生产线，计划 2020 上半年投产。

图表41 蜂巢能源全球产能规划

基地	产能	投产时间
常州一期	4GWh	2019 年
常州二期	8GWh	2021 年
常州三期	6GWh	2023 年
西部	15GWh	2023 年
南部	15GWh	2024 年
北美	20GWh	2025 年
欧洲	20GWh	2025 年
江苏盐城基地	3GWh	2020 年
合计	91GWh	

资料来源: 公司官网、平安证券研究所

图表42 蜂巢能源国内产能规划 单位:GWh



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

随工艺品控逐步成熟，叠片工艺的能量密度、成本优势将不断放大。当前锂电池的制造工艺主要分为卷绕和叠片两种。卷绕工艺在分切、点焊、操作、生产控制等制造环节具有优势，制造过程更加容易、效率更高、成本易于控制；而叠片工艺在内阻、放电倍率、能量密度、变形等产品本身的技术指标方面表现更好。从理论上讲，圆柱电池适合卷绕工艺、软包电池适合叠片工艺，而方形电池则是两种工艺皆可。从当前宁德时代、比亚迪、三星 SDI 等主流方形电池生产商的选择来看，普遍对于高效率、高品控、低成本追求更加迫切，因此大多数方形电池厂商目前都采用了卷绕工艺。

但随着新能源汽车行业的技术变革不断加快，未来对动力电池的技术要求也会不断提升，叠片工艺本身的技术优势会越来越大；而叠片工艺在效率、成本、工艺难度、品控难度等方面的劣势也会随着生产规模的扩大、工艺的完善成熟、设备的不断改进等实现缩小乃至完全克服。

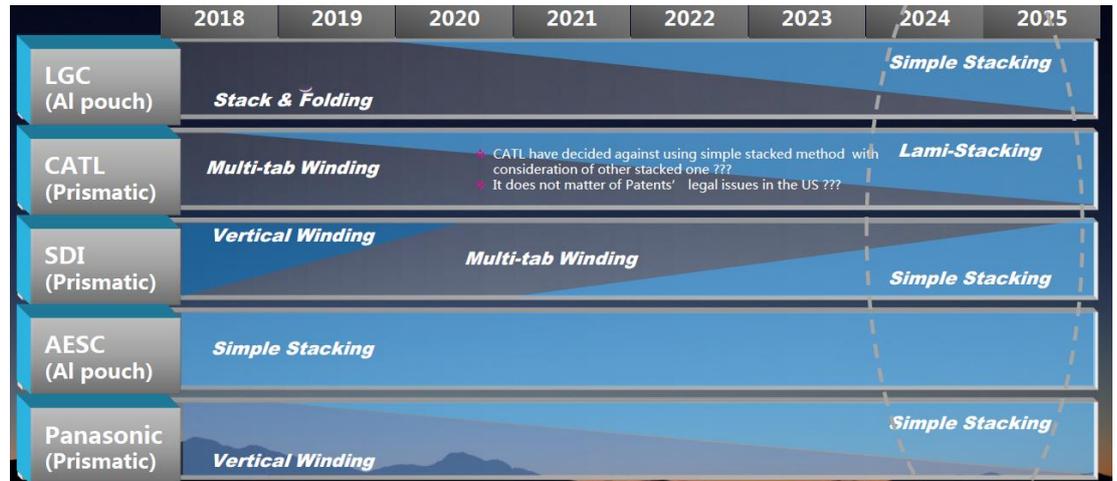
到 2025 年，宁德时代、三星 SDI 和松下等主流厂商都将计划在方形电池领域采用叠片工艺，也证明了叠片工艺是未来的大势所趋。

图表43 叠片工艺在产成品技术指标方面更具优势

项目	卷绕工艺	叠片工艺
内阻	正负极单一极耳，内阻较高	多极片并联，内阻降低
放电倍率	较低，适用于消费电池	较高，适用于动力电池、备用电源等
放电平台	低，一部分电压被消耗于电池内部极化	高，更接近材料自身放电平台
能量密度	较低，体积比容量和放电平台较低	较高，体积比容量和放电平台都高于卷绕工艺
变形程度	容易变形。内部结构不均一，大倍率充放电或多次循环后，有变形的可能	不易变形。内部结构和反应速率相对较一致
分切	分切方便且合格率高，每个电芯只需要正负极各一次分切	分切繁琐且合格率低，产生极片断面、毛刺的概率大大增加
点焊	容易，每个电池只需点焊两处	困难且容易虚焊，所有极片都需要一个焊点
操作	方便，不论是人工还是自动化，都可以较快速且高质量完成	复杂，人工叠片费时费力，自动化设备由于机械制造难度大一时难以普及
生产控制	相对简单，一个电池只有两个极片	相对繁琐，每个电池有几十个极片，检测、统计难度加大

资料来源: 高工锂电、平安证券研究所

图表44 叠片工艺：下一代电池的共同选择



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

方形、软包将长期共存。方形电池壳体多为铝合金、不锈钢等材料，对电芯的保护作用优于软包电池。除此之外，方形电池还有电池内阻小、寿命长、空间利用率高、成组效率高等优点，是目前国内占据主导地位的封装方式。软包电池一般采用铝塑膜包装，发生安全问题时，软包电池一般会鼓气裂开，不会爆炸。另外，软包电池重量轻、设计灵活，是下一代电池技术——固态电池最理想的封装形式，预计占比将逐步提升。方形和软包电池各有优点，未来将长期共存。

图表45 三种电池封装形式技术特征比较

项目	圆柱	方形	软包
制造工艺	卷绕	卷绕、叠片	叠片
外壳材料	铝合金、不锈钢	铝合金、不锈钢	铝塑膜
电池内阻	较大	较小	较小
充放电倍率	较低	较高	高
循环寿命	较短	长	长
安全性	一般	对电芯保护作用强	强度低，胀气而不易爆炸
电池一致性	高	较低	较低
标准化程度	高	低	低
成组效率	低	高	较低

资料来源: 高工锂电、平安证券研究所

公司在技术路线的选择上采用方形叠片工艺，是目前市场上少数在方形领域采用叠片技术的企业之一。和卷绕工艺相比，公司的叠片工艺能量密度有望提升 5%，循环寿命提升 10%，成本降低 15%，全生命周期拥有更低的变形和膨胀。而在叠片工艺的短板上，公司也实现了较大的改进。公司在常州金坛工厂的一期产线已提升至单工位 0.6 秒/片生产效率，二期便可实现 0.45 秒高速叠片；而到 2023 年实现 0.25 秒的超高速叠片工艺，将有效解决叠片工艺的效率问题，有望超越卷绕工艺效率。方形电池厂商转向叠片工艺也将促使方形叠片技术成为未来动力电池的主流技术之一，公司有望凭借在该领域的较早布局获取较大的市场份额。

图表46 蜂巢高速叠片工艺开发路线



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

3.3 整车厂涉足电池制造大势所趋，掌握供应链话语权

由于欧美尚未出现一流的独立动力电池供应商，欧美传统一线整车企业对于依赖亚洲供应商提供核心零部件较为谨慎。

大众集团 CEO Herbert Diess 公开表示不应依赖亚洲电池供应商，并做出“强化电池实力计划”，计划阶段分为：

第一阶段：与实力强劲的电池供应商发展战略合作伙伴关系，主要合作伙伴为 SKI、LG 化学、宁德时代；

第二阶段：建立强大技术团队，深入研究锂电池的开发与生产；目前在大众集团位于萨尔茨吉特的卓越中心负责电池开发、采购和质量控制，后续集团将在 19 年下半年开始电池试生产；

第三阶段：与合作伙伴合资建立超大型工厂，分摊电池生产大量资金投入，工厂或将选址德国；

第四阶段：在欧洲建立锂电池和固态电池生产工厂。

2019 年 5 月 14 日,大众集团宣布与合作伙伴共同在德国下萨克森州萨尔茨基特建立动力电池工厂，其中大众集团将投资近 10 亿欧元，将会在 2022 年底或者 2023 年初建成投产。

2019 年 6 月 13 日,大众集团公告称投资 9 亿欧元(约合 70.2 亿人民币),获得瑞典电池企业 Northvolt 20%股权,并合资建设初期产能 16GWh 的锂电池工厂;预计 2020 年开工,并于 2023/2024 投产。瑞典 Northvolt 公司前身为前特斯拉供应链副总裁创办的 SGF Energy。

无独有偶，不仅欧洲的大众汽车有合资建锂电池厂的动作，亚洲的汽车集团做出了同样的选择。丰田汽车与松下建立合资公司，其中丰田出资占比 51%，松下出资 49%并负责电池销售业务。国内一汽、上汽、吉利、东风等主流车企均与宁德时代达成合资建厂协议，其中时代上汽已经部分投产进入供货阶段。

图表47 整车厂与电池企业合资建厂案例

合作伙伴	时间	合作伙伴	时间
上汽-宁德时代	2018.06	丰田-松下	2019.01
东风-宁德时代	2018.07	大众-SKI	2019.05
广汽-宁德时代	2018.12	吉利-LG 化学	2019.06

吉利-宁德时代	2018.12	大众-Northvolt	2019.06
一汽-宁德时代	2019.05		

资料来源：平安证券研究所

根据韩联社报道，韩国 SK Innovation 在中国江苏常州金坛开发区建设动力电池工厂，预计产能 7.5GWh。该工厂由北电新能源科技（江苏）有限公司和 SKI 合资建立，其中北电新能源科技（江苏）为北京汽车集团有限公司、北京电子控股、常州市金坛经济开发区成立的合资企业。即 SKI 常州工厂实际为北汽集团、SKI 的合资企业。

从产业链角度来说，整车厂介入动力电池生产是掌控供应链安全的必然；海外松下与丰田合资、大众与 SKI 合资，国内上汽与宁德时代合资、吉利与 LG 合资等，多起案例均表明整车厂的态度。

■ 自制电池塑造差异化优势

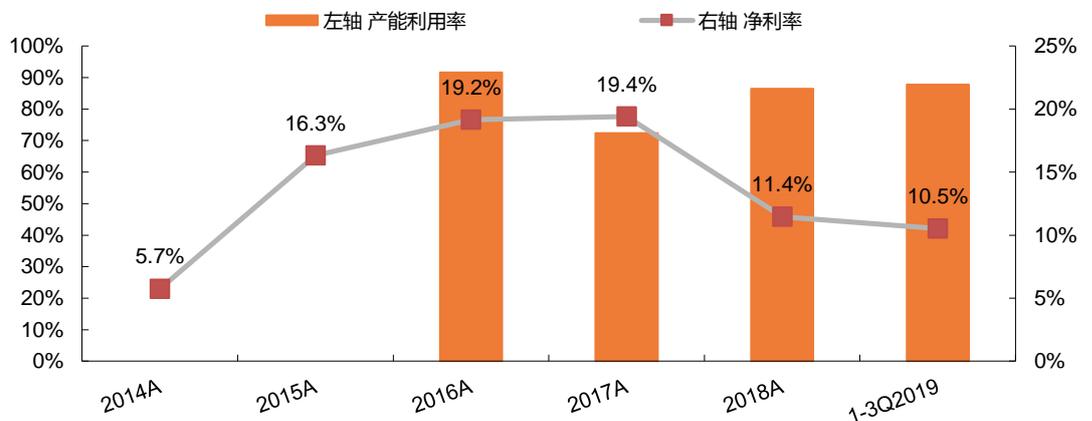
我们认为现阶段整车厂对于动力电池分为 2 种态度：

第一类战略积极转向，以大众和长城汽车为代表，成立专门的零部件集团和研发中心，积极自制电芯，触及动力电池产业链上下游包括原材料、电芯、回收等。

第二类战略防御为主，以国内合资车企和吉利为主，与宁德时代、LG 等合资成立工厂，车企负责 pack，保障供应链安全。

我们认为战略积极转向的车企通过完全自制电芯，会在未来具备更强的规模效应，并且在技术上积累经验，从而形成整车层面的成本和技术优势。

图表48 宁德时代净利率与产能利用率



资料来源：wind、平安证券研究所

注：2014-2015 暂没产能利用率数据

可以预见的是，如果主机厂自制电池的产能利用率达到一定水平，并且工艺达到一定的成熟度，可以为 OEM 节省部分成本，以入门级车型单车带电量为 40 度为例，单车节约成本约在 4000 元左右，对于入门级车型这种价格敏感度较高的产品，对消费者有非常大的吸引力。

另外电池自制可保证整车产品可以运用最新的电池技术，将自己的产品与其他企业形成区分，形成差异化优势，最终会增强公司 2C 端产品的竞争力。

四、盈利预测与投资建议

新能源面向特定场景需求，车企应两端发力。汽车本质上是一种交通工具，而目前的新能源汽车受制于续航焦虑只能满足特定场景的交通需要，主要为增购消费需求，承载更多场景的车辆目前来看只能是燃油车。其中增购小型电动车满足代步需求，最核心是低成本，购置和使用成本碾压燃油车。而高端电动车更强调精神属性，最核心是品牌，驱动性能超越燃油车。所以我们认为中期看真正具备 2C 端消费需求的电动车是入门级车和高端车，相应的也可带来一定程度的回报率，车企应该在这两端进行发力。

海外车企跑步入市，优质产品有望拉动国内新能源市场。欧洲实施严苛的碳排放法规，促使欧洲车企发力电动化，其中小型车受制于高额排放成本，电动化更是迫在眉睫，多家车企已经停止开发下一代小型车燃油平台，预计海外车企电动小型车将丰富国内市场的供给端，优质产品将不断推出；而 A 级车目前来看主要满足 2B 端，市场较小。2021-2022 年外资品牌将跑步入市，大量车型将不断涌现，期待优质车型可以拉动新能源汽车市场，扩大终端真实消费需求。

小型化、高端化、合资三条路径攻克新能源，销量有望进入第一梯队。公司坚定的走新能源路线，单独创立新能源品牌欧拉，摆脱燃油车体系包袱，预计产品系列将对入门级 SUV+轿车进行全覆盖。WEY 品牌主打高端纯电动车产品，借电动化之机打造品牌，2021 年将推出全新纯电旗舰。与宝马合资成立光束汽车生产电动 MINI，有利于公司学习宝马技术、全球市场运营经验，并且从 2022 年开始贡献投资收益。公司走小型化、高端化、合资路径，扩大电动产业链规模效应，新能源销量有望在 2021-2022 年进入国内第一梯队。

核心零部件自制大势所趋，公司先发制人欲形成差异化优势。在核心零部件方面，公司与其他国内车企不同，电池走采购+自制路线，蜂巢能源从体系拆分独立，走向市场化，产能规划充足，采用最新的叠片工艺，防范固定资产大幅折旧。整车厂涉足电池制造大势所趋，可显著增强规模效应，且形成自己的产品技术优势，掌控电池生产技术的 OEM 厂家会在竞争中更容易胜出。

盈利预测与投资建议：公司多品类策略+新品周期正在逐步兑现，新能源汽车有望后来居上，通过多品类新车上市，销量进入国内第一梯队指日可待，看好未来发展。维持业绩预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.55、0.94、1.27 元，维持“推荐”评级。

五、风险提示

- 1) 乘用车市场不及预期风险，乘用车行业由于行业透支效应仍然存在，行业增速存在不及预期的风险。
- 2) SUV 竞争格局恶化风险，合资品牌 SUV 价格下探，车型密集推出，恐对自主品牌 10-15 万价格区间 SUV 造成压力。
- 3) 达产不及预期风险，公司在电池、整车厂基地投资额度较大，存在一定的达产不及预期风险。
- 4) 新能源行业政策不及预期风险，新能源行业政策是推动行业发展的重要推手，若政策不及预期，则行业销量会受到较大影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	66126	78053	96044	95701
现金	7682	17455	29837	28605
应收票据及应收账款	3343	4346	5650	7345
其他应收款	652	361	1111	669
预付账款	441	616	920	937
存货	4445	5711	8963	8581
其他流动资产	49563	49563	49563	49563
非流动资产	45674	44589	56636	62644
长期投资	0	2	2	3
固定资产	28994	28161	38385	43641
无形资产	5244	5653	6085	6554
其他非流动资产	11436	10773	12164	12445
资产总计	111800	122642	152680	158344
流动负债	54618	63483	87457	84262
短期借款	12800	12800	12800	12800
应付票据及应付账款	29402	32672	57014	50218
其他流动负债	12417	18012	17643	21244
非流动负债	4493	4048	3760	3377
长期借款	2158	1713	1424	1041
其他非流动负债	2336	2336	2336	2336
负债合计	59112	67532	91217	87638
少数股东权益	164	178	208	258
股本	9127	9127	9127	9127
资本公积	1411	1411	1411	1411
留存收益	42249	45626	51123	58370
归属母公司股东权益	52525	54932	61256	70448
负债和股东权益	111800	122642	152680	158344

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	19698	14694	30835	12716
净利润	5248	5069	8635	11661
折旧摊销	3882	2899	3625	4709
财务费用	-494	334	381	610
投资损失	-219	-118	-123	-146
营运资金变动	9625	6519	18328	-4105
其他经营现金流	1656	-9	-11	-14
投资活动现金流	-10040	-1688	-15537	-10557
资本支出	6662	-1087	12046	6007
长期投资	-4224	-2	-1	-1
其他投资现金流	-7601	-2777	-3492	-4551
筹资活动现金流	-6501	-3233	-2915	-3391
短期借款	-238	0	0	0
长期借款	1734	-445	-288	-383
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-7997	-2788	-2627	-3008
现金净增加额	2771	9773	12383	-1233

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	97800	101319	147254	178023
营业成本	81481	82586	119322	142666
营业税金及附加	3627	3704	5383	6508
营业费用	4575	5066	6774	8189
管理费用	1676	1925	2503	3026
研发费用	1743	1722	2503	3026
财务费用	-494	334	381	610
资产减值损失	137	237	276	242
其他收益	176	0	0	0
公允价值变动收益	-140	9	11	14
投资净收益	219	118	123	146
资产处置收益	58	0	0	0
营业利润	6232	5872	10246	13916
营业外收入	253	340	308	323
营业外支出	8	30	23	18
利润总额	6477	6181	10531	14221
所得税	1229	1113	1896	2560
净利润	5248	5069	8635	11661
少数股东损益	40	14	30	50
归属母公司净利润	5207	5054	8605	11611
EBITDA	11047	9543	14274	18870
EPS (元)	0.57	0.55	0.94	1.27

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	-2.7	3.6	45.3	20.9
营业利润(%)	6.5	-5.8	74.5	35.8
归属于母公司净利润(%)	3.6	-2.9	70.2	34.9
获利能力				
毛利率(%)	16.7	18.5	19.0	19.9
净利率(%)	5.3	5.0	5.8	6.5
ROE(%)	10.0	9.2	14.0	16.5
ROIC(%)	8.3	7.6	11.2	13.4
偿债能力				
资产负债率(%)	52.9	55.1	59.7	55.3
净负债比率(%)	18.2	-0.8	-21.3	-17.2
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.55	0.94	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.61	3.38	1.39
每股净资产(最新摊薄)	5.75	6.02	6.71	7.72
估值比率				
P/E	16.0	16.5	9.7	7.2
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.1	8.4	4.7	3.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033